

0-793069

На правах рукописи

ББК: 65.053.4

X17



**Халдин Антон Александрович**

# **Анализ влияния стратегии компании на ее стоимость**

**08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика**

**Автореферат  
диссертации на соискание ученой  
степени кандидата экономических наук**

**Москва 2009**



Работа выполнена на кафедре «Аудит и контроль» в ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель	кандидат экономических наук, профессор, <b>Кулинина Галина Васильевна</b>
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор, <b>Пласкова Наталья Степановна</b>  кандидат экономических наук, <b>Савельева Марина Георгиевна</b>
Ведущая организация	<b>ГОУ ВПО «Государственный университет управления»</b>

Защита состоится «25» ноября 2009 г. в 10.00 часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.03 при ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49, аудитория 213.

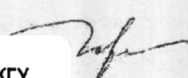
С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан «21» октября 2009 г. и размещен на официальном сайте ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»: [www.fa.ru](http://www.fa.ru)

Ученый секретарь совета Д 505.001.03,  
к.э.н., доцент

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



 О.Ю. Городецкая

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Развитие рыночной экономики в России, начало которой положили реформы 90-х годов, происходило длительным и сложным путем. Лишь спустя более 10 лет после начала реформ произошло признание России как страны с рыночной экономикой. Условия функционирования в рыночной экономике предъявляют новые требования к качественному уровню управления компаний, характеру поставленных задач, а также к методам их решения.

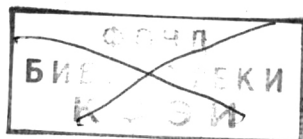
В период начальных рыночных преобразований отечественной экономики руководством компаний не уделялось должного внимания стратегическому аспекту деятельности компаний, основная проблематика организации эффективной финансово-хозяйственной деятельности охватывала лишь оперативный и тактический уровень. В качестве финансовой цели функционирования компаний рассматривалась максимизация прибыли. Однако продолжающиеся процессы развития фондового рынка, активизация сделок по слиянию и поглощению, растущий профессионализм акционеров и инвесторов ориентируют собственников корпоративного капитала на качественно новый уровень выбора цели функционирования — максимизацию стоимости компаний.

Целью стратегий до настоящего времени в основном выступала максимизация акционерной стоимости, но не стоимости всей компании. В стратегии, нацеленной лишь на рост акционерного капитала, не обеспечена сбалансированность корпоративных интересов, что является одной из основных причин неудовлетворительной реализации стратегий.

В настоящее время, а особенно с учетом мирового финансового кризиса, вопросы разработки стратегии развития компаний и, соответственно, оценка их потенциальной эффективности требуют новых подходов.

В подобных условиях компаниям необходима новая концепция управления, адекватным образом отражающая перемены в экономике, которая обеспечит их выживание и развитие благодаря достижению сбалансированности интересов всех групп корпоративного процесса: собственников акционерного капитала, руководства и сотрудников компании, ее контрагентов, общества в целом. Такой новой концепцией для российской экономики является концепция стратегического управления, направленная на увеличение стоимости компаний.

Опыт развитых стран подтверждает высокую эффективность управления



стоимостью компании в рамках разработки и реализации стратегии ее развития. Применение концепции управления стоимостью в российских компаниях может стать средством для повышения уровня инвестиционной привлекательности, улучшения показателей эффективности деятельности, а главное — увеличения стоимости компании. Используя данный инструмент, российские компании смогут повысить конкурентоспособность, обеспечить наиболее эффективное использование всех факторов производства, получить доступ на рынки капитала, достичь лидирующих позиций в экономике.

Таким образом, актуальность темы исследования обусловлена необходимостью внедрения новой концепции стратегического управления российскими компаниями, направленной на повышение их стоимости. Для этого задачу управления стоимостью компаний на основе стратегических альтернатив необходимо рассматривать в двух аспектах: анализ, обоснование, выбор и исполнение стратегических альтернатив и непосредственно анализ и оценка влияния стратегии на стоимость компании.

Отмеченная выше важность исследования проблем анализа и выбора стратегии развития, а также вопросы анализа факторов формирования стоимости компании обусловили актуальность выбранной темы, цель, задачи, структуру и содержание проведенного исследования.

**Степень разработанности проблемы.** В настоящее время вопросам стратегического управления уделяется достаточно внимания со стороны как зарубежных, так и отечественных ученых.

Первые серьезные исследования в области стратегии предприятий и стратегического менеджмента относятся к концу 40-х — началу 50-х годов прошлого столетия. Особый вклад в изучение данной проблемы внесли труды таких ученых, как Р.Л. Акофф, И. Ансофф, И.А. Бланк, А.П. Винокуров, П.Ф. Градов, П.Ф. Друкер, Б. Карлофф, Д. Клиланд, Г.Б. Клейнер, В. Краснова, Т. Левитт, Дж. Лембден, Б.Г. Литвак, Г. Минцберг, Т. Питерс, М. Портер, А. Стрикленд, Д. Таргет, А. Дж. Томпсон, Г. Хамел, А.Д. Чандлер и др.

Концептуальные вопросы теории и практики оценки эффективности стратегии, управления стоимостью компании нашли достаточно широкое применение в работах зарубежных ученых, таких как Г. Александер, Р. Брейли, А. Дамодаран, Д.Д. Джонс, П.Ф. Друкер, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Майерс, М. Миллер,



Г. Минцберг, Ф. Модильяни, Дж. Муррин, Ш. Пратт, А. Раппапорт, М.К. Скотт, Т.Л. Уэст, У. Шарп.

Однако большинство из указанных работ ориентируются на зарубежный опыт, который не всегда может быть применен в современных российских условиях, характеризующихся высокой степенью неопределенности и отсутствием достоверной информации для целей оценки стоимости компании. В этой связи возникает необходимость поиска путей для разрешения специфических проблем рыночной экономики России.

Среди российских ученых, исследующих финансовые и организационные аспекты управления стоимостью, а также вопросы стратегического управления, можно выделить труды ученых С.З. Базоева, М.И. Баканова, С.Б. Барнгольц, И.А. Бланка, П.А. Виленского, А.Г. Грязновой, И.А. Егерева, В.Е. Есипова, О.В. Ефимовой, В.В. Ковалёва, Е.Н. Лобановой, М.В. Мельник, Г.И. Микерина, М.А. Федотовой, А.Д. Шеремета и др.

Указанными авторами разработаны новые подходы к оценке стоимости компаний, определены критерии принятия стратегических решений, рассматриваются вопросы прогнозирования в условиях неопределенности. Несмотря на это рассматриваемые российскими учеными решения не охватывают все возникающие в рассматриваемой области проблемы, в частности, требует дальнейшего уточнения понятийный аппарат, остаются мало исследованными вопросы определения факторов стоимости, мало изучены вопросы методик анализа в условиях изменяющейся экономической среды, а также недостаточно четко определены методы анализа управленческих решений с позиции их влияния на увеличение стоимости компании.

Исследования перечисленных выше авторов отличаются высоким профессиональным уровнем. Однако отмеченные выше пробелы в теории и практике стратегического управления, в том числе анализа факторов стоимости компании, и определили состав исследуемых в настоящей работе проблем.

**Цель и задачи исследования.** Целью исследования является решение научной задачи по совершенствованию аналитических методов и инструментальных средств анализа влияния стратегии развития компании на ее стоимость.

Для достижения цели диссертационного исследования поставлены следующие задачи:

- уточнить понятие «стратегия компании» за счет расширения круга интере-

сов участников корпоративного процесса, сформулировать цели формирования и исполнения стратегии компании. Определить основные принципы и этапы процесса построения и реализации стратегии компании;

- провести сравнительный анализ существующих методов экономической оценки эффективности стратегий компаний в российской и зарубежной практике и определить области их применения;

- обосновать концепцию управления стоимостью компании, в рамках которой определить основной критерий эффективности стратегии компании;

- провести систематизацию факторов создания стоимости компании и определить их связь со стратегией развития компании. Разработать универсальную методику анализа формирования стоимости компании на основе стратегических инициатив, которая может быть применена к различным видам бизнеса;

- разработать организационный механизм взаимодействия лиц, принимающих управленческие решения на разных уровнях руководства компании, для аналитического формирования и успешной реализации стратегии развития компании;

- произвести критический анализ зарубежного и российского опыта реализации стратегий развития компаний. Определить основные причины и факторы неудач формирования и реализации стратегий компаний, в том числе на примере сделок по слиянию и поглощению.

**Предметом исследования** являются финансовые и организационные элементы механизма формирования стоимости компании и инструментальные средства анализа эффективности реализации стратегии развития компаний, обеспечивающие изменения их стоимости.

**Объектом исследования** выступает финансово-хозяйственная деятельность компаний различных сегментов бизнеса, разрабатывающих и внедряющих стратегии развития, направленные на увеличение их стоимости.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретической и методологической основой исследования являются научные труды отечественных и зарубежных ученых, а также источники энциклопедического характера, справочные документы, материалы научных конференций и семинаров, данные сети Интернет и электронных СМИ.

В процессе исследования использовались общенаучные методы: комплексного анализа, экономико-математического и графического моделирования, индукции и

дедукции, обследования, сравнительного анализа, экономико-статистический и эмпирический.

Исследование соответствует положениям п. 1.12. «Инвестиционный, финансовый и управленческий анализ» и п. 1.16. «Анализ и прогнозирование финансового состояния организации» паспорта специальности 08.00.12 — Бухгалтерский учет, статистика.

**Научная новизна исследования** заключается в разработке методического инструментария анализа влияния стратегии развития компании на ее стоимость. Наиболее существенные научные результаты исследования заключаются в следующем:

1. Раскрыто понятие «стратегия компании» в контексте расширения круга интересов участников корпоративного процесса, определены цели разработки стратегии. Сформулированы основные принципы и этапы процесса разработки стратегии.

2. Обобщены и систематизированы методы оценки эффективности стратегии развития компании, а также определены условия и области их использования. Использование комбинаций рекомендованных в работе методов анализа позволяет оценить, насколько эффективно стратегия компании достигает поставленных целей.

3. Теоретически обоснованы преимущества использования концепции управления стоимостью компании в рамках разработки и реализации стратегии развития компаний, сформулированы ключевые принципы использования концепции. Определен основной критерий эффективности стратегии компании, оцениваемый на основе показателей дисконтированных денежных потоков.

4. Разработана методика анализа влияния стратегии на формирование стоимости компании, включающая обоснование факторов стоимости по уровням управления, построение финансовой модели, определение ключевых отслеживающих параметров, обоснование стратегических инициатив, направленных на увеличение стоимости компании. Предложены рекомендации к структуре корпоративного управления и системе принятия решений и оценки рисков с позиции максимизации стоимости бизнеса.

5. Обосновано использование системы ключевых показателей эффективности (КПЭ) в качестве критериев оценки и сравнения результатов реализации стратегии. В качестве инструмента для практического внедрения системы управления с использованием КПЭ в исследовании разработана оценочная ведомость.

6. Сформулированы основные причины и факторы неудач реализации стратегий, в том числе на примере сделок по слиянию и поглощению. Определены принципы успешных сделок с использованием международного опыта, что позволит отечественным компаниям повысить шанс на успех в процессе реализации сделок по слиянию и поглощению как стратегии роста, что в свою очередь положительно повлияет на рост стоимости компаний.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.** Теоретическая значимость научных результатов состоит в том, что основные выводы и положения диссертации развивают теоретико-методологическую базу экономического анализа, адаптируя к задачам прикладных аналитических исследований возможности финансового моделирования экономических систем.

Практическая значимость полученных результатов заключается в том, что разработанные в диссертации теоретические положения, методики и механизмы ориентированы на широкое использование в практике и позволяют повысить качество принятия управленческих решений при выборе и исполнении стратегии развития компаний. Предложенные рекомендации к структуре корпоративного управления, системе принятия решений и оценки рисков с позиции максимизации стоимости бизнеса позволяют осуществлять согласованные четкие действия, снижают риск и неопределенность при выработке и реализации стратегии.

Практическое значение имеют:

- методика диагностического анализа влияния стратегии компании на формирование ее стоимости;
- организационно-экономический механизм взаимодействия подразделений компаний в процессе формирования и реализации стратегических инициатив;
- система ключевых показателей эффективности, которые могут быть использованы в качестве критериев оценки и сравнения результатов реализации стратегических инициатив. Система показателей может быть использована как составная часть бюджетирования — для планирования, учета, контроля и анализа.

Положения и результаты исследования могут применяться в практике работы руководителей компаний, в системе подготовки и переподготовки руководящих кадров и специалистов в области управления, анализа, в процессе разработки учебных пособий и программ ряда экономических дисциплин.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения методики анализа формирования стоимости компании на основе стратегических инициатив, а также предложенные в исследовании рекомендации по повышению стоимости компаний апробированы и используются в практике работы следующих организаций: ООО «Уралсиб Кэпитал», ООО «Рестор». В аналитической работе этих компаний используются авторские методики, направленные на повышение эффективности финансово-хозяйственной деятельности и росту стоимости компаний.

Положения и выводы диссертации используются в учебном процессе ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» при проведении специальных дисциплин «Инвестиционный анализ» и «Практический аудит».

**Публикации по теме диссертации.** По материалам настоящей работы опубликовано три печатные работы объемом 1,4 п.л., в журналах, входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, рекомендованных ВАК Минобрнауки России.

**Структура исследования** определена, исходя из цели и задач исследования. Таким образом, работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

Исследование содержит 181 страницу машинописного текста, 49 рисунков, 19 таблиц и 4 приложения. Включает введение, три главы, заключение, список использованной литературы из 152 источников и приложения.

## **II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

**1. Проведен анализ теоретических основ сущности понятия «стратегия компании» и уточнено определение термина; выявлены основные цели, преследуемые компаниями при разработке и исполнении стратегии компании; определена роль экономического анализа в формировании стратегии компании; сформулированы принципы и этапы разработки стратегии развития компании.**

Несмотря на многообразие различных трактовок понятия «стратегия компании» единство ученых в подходе к оценке данного понятия отсутствует. До сих пор существуют различные подходы и школы. Причем со временем их количество только увеличивается. Представляется, что такое положение является отражением разви-

тия понятия «стратегия» в сложной, многообразной, развивающейся скачкообразно мировой экономике.

В результате анализа большинства наиболее известных в научной литературе определений термина «стратегия компании» в диссертации предложена следующая редакция этого определения: *стратегия компании* — это генеральная программа действий, обеспечивающих сбалансированность интересов участников корпоративного процесса (собственников корпоративного капитала, руководства, сотрудников компании, ее контрагентов и общества в целом), направленных на достижение и реализацию долгосрочных целей компании. Кроме того, стратегия компании должна включать в себя пути использования и развития существующих активов и навыков, а также функциональные планы.

При всем многообразии видов стратегий компаний отсутствует их единая классификация. На основе проведенного анализа современных концепций классификации стратегии выявлены определенные недостатки. Ряд предлагаемых классификаций стратегий компаний не учитывает такой важный признак, как риск их реализации. Тот факт, что при разработке стратегии компании должен учитываться фактор риска, является основополагающим фактором успешного функционирования любой компании. Финансовый кризис, последствия которого в 2008-2009 годах ощутил весь мир, наглядно продемонстрировал, что именно учет факторов риска стал определяющим для выживания многих компаний. Следовательно, всем экономическим субъектам необходимо сформулировать (или адаптировать уже существующие) долгосрочные стратегии выживания и дальнейшего развития с учетом фактора риска.

Кроме того, исследованием выявлено, что при классификации стратегий не всегда учитываются такие важные признаки, как цикл развития отрасли, особенности организации и структуры компании и другие. В работе даны рекомендации по совершенствованию подходов классификации стратегий, что важно при их выборе для конкретной компании.

В результате исследования определены основные цели разработки стратегии компании. Под целями следует понимать конкретные результаты и итоги, которые должны быть достигнуты компанией к определенному сроку. При этом цели компании могут быть как стратегические, так и финансовые. Финансовой целью формирования и реализации стратегии является увеличение стоимости компании. Достиже-

ние стратегических целей необходимо для укрепления конкурентоспособности и положения компании в долгосрочной перспективе.

В современных условиях особенную важность приобретает тот факт, что формирование стратегии предприятия является сложным и комплексным процессом. Стратегия совершенно не является аналогом долгосрочного плана, ее разработка осуществляется на основе подробного анализа внешней среды и возможностей компании. Она разрабатывается в нескольких вариантах, обеспечивающих ее гибкость.

При разработке стратегии компании необходимо учитывать, что пути достижения цели могут быть разными, следовательно, необходимо разрабатывать несколько вариантов стратегии. Результатом процесса увязки целей и ресурсов компании становятся альтернативные варианты ее развития, отличающиеся по временным и количественным характеристикам распределения всех видов ресурсов, по факторам риска реализации.

Анализируя понятие стратегии компании в историческом аспекте, в исследовании сделан вывод, что различные школы стратегий, основанные на различных подходах, объединяет аналитический подход в процессе формулирования стратегий, выражаемый такими понятиями, как осмысление, предвидение, формализация, аналитический процесс и т.д. Это подчеркивает особую роль экономического анализа и аналитических процедур при выборе стратегии компании и ее реализации.

Процесс разработки стратегии компании состоит из нескольких взаимосвязанных аналитических блоков: *целевого (проблемного)*, который включает определение видения и миссии компании, а также постановки целей; *диагностического*, который состоит из этапов по анализу как внутренней, так и внешней среды компании, а также *деятельностного блока*, который непосредственно включает выбор направления развития компании, сам процесс построения стратегии и, наконец, разработку плана внедрения и внедрение разработанной стратегии.

В результате исследования сформулированы общие принципы, которыми необходимо руководствоваться в процессе работы по созданию и внедрению стратегии развития компании:

- разработка и внедрение стратегии не разовое мероприятие, а процесс, процедура, составляющая системы управления современным предприятием, ориентированная на будущее, а не на прошлое или настоящее;
- финансовой целью формирования и реализации стратегии компании является

ся увеличение стоимости компании, то есть стратегия компании должна быть выстроена таким образом, чтобы использовать все возможные рычаги для увеличения ее стоимости;

- универсальных стратегий не существует, содержание стратегии компании непрерывно адаптируется к изменениям рынка;
- разработка и реализация стратегии компании — творческий процесс, осуществляемый всем коллективом во главе и при лидирующей роли руководства и акционеров предприятия;
- реализация стратегии должна быть основана на организационных изменениях структуры предприятия и его культуры. Для успеха внедрения принятой стратегии предприятие должно иметь определенную структуру, позволяющую концентрировать максимальные возможности для ее реализации. Выработка структуры включает распределение ответственности за выполнение задач и права на принятие решений;
- реализация стратегии компании требует адекватных изменений бизнес-процессов.

## **2. Проведена систематизация методов оценки эффективности стратегии, а также определены условия их использования.**

В качестве информационной базы для обобщения методов оценки эффективности стратегии компании были использованы научные труды российских и зарубежных ученых по исследуемой проблеме, а также материалы периодических изданий. Обобщение данных о существующих теоретических и практических разработках в области оценки эффективности стратегии компании позволило выделить две большие группы методов оценки, а именно: традиционные методы и методы стратегического управления (рис. 1).

Как показало исследование, большое количество подходов к оценке эффективности стратегии компании — это следствие значительной сложности и ограниченной возможности использования каких-либо определенных методов. Особенно noteworthy из традиционных методов является их возможность работы только в условиях максимально полной информации о бизнес-среде компаний. В условиях нечеткой и недостаточной информации данные методы трудно применимы. Общей негативной особенностью методов финансово-экономической оценки является их связь с интересами менеджмента компаний, а не их акционеров. Построение систем



стимулирования высшего руководства предприятия на основе данных показателей зачастую наносит вред развитию компаний (например, постоянная нацеленность на увеличение прибыли может привести к избыточному финансированию и росту финансовых рисков). Поэтому наиболее перспективным решением по повышению качества оценки эффективности стратегии представляется использование комбинаций вышеуказанных методов анализа.

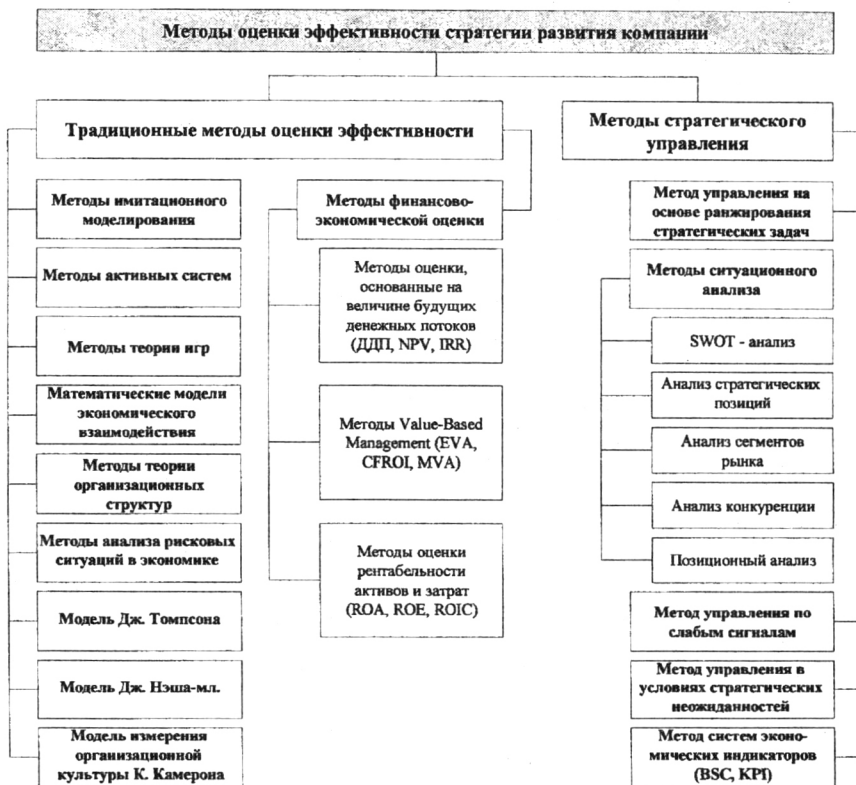


Рис. 1 — Система методов оценки эффективности стратегии компании

**3. На основе анализа зарубежного опыта раскрыты преимущества использования концепции управления стоимостью в рамках разработки и реализации стратегии развития; сформулированы ключевые принципы использования концепции; определен основной критерий эффективности стратегии.**

Как установлено в исследовании, сущность управления стоимостью компании определяется как процесс преобразований, направленный на изменение количественных и качественных параметров ее носителя, определяющих стоимость компании, формирование позитивного имиджа, создание условий для эффективного использования всех факторов производства. При этом изменения носят комплексный характер и касаются прежде всего отношений собственности, а также преобразований организационно-технической стороны производства, финансов, системы управления, кадрового и материально-технического обеспечения и социальной сферы.

Целью управления стоимостью компании является его устойчивая работа и динамичное развитие в условиях рыночной экономики, обеспечение платежеспособности, инвестиционной и социальной привлекательности, а в итоге — рост стоимости компании, повышение конкурентоспособности, с одной стороны, и развитие социально-экономической сферы региона, где осуществляет свою деятельность эта компания, — с другой.

В современных условиях стоимость компании становится основным параметром, характеризующим размеры предприятий, а скорость прироста стоимости — важнейшим показателем эффективности управления ими. Многие эксперты указывают на наибольшую объективность показателя капитализации (то есть стоимости одной акции, умноженной на их число) как отражателя взглядов участников рынка на деятельность компании. Не отрицая определенную значимость показателя капитализации, в исследовании установлено, что отражение экономических интересов всех участников корпоративного процесса происходит через показатель стоимости, рассчитанной на основе величины показателей дисконтированных денежных потоков. Ведь именно потоки денежных средств, генерируемых компанией, наиболее адекватно оценивают деятельность компании.

При этом следует отметить, что именно доходный подход, в рамках которого определяются предполагаемые будущие денежные потоки, генерируемые компанией, учитывает факт продолжающегося функционирования предприятия, его инвестиционный характер — в отличие от метода затратного подхода. В свою очередь, методы рыночного подхода определяют рыночную стоимость бизнеса и не могут применяться при оценке стоимости предприятия как действующего.

Повышение стоимости компании указывает на то, что ее финансовые результаты улучшаются, а инвесторы и аналитики позитивно оценивают перспективы ее

долгосрочного рыночного роста. Таким образом, созданная стоимость является важнейшим критерием оценки результатов деятельности компании и ее руководства. В связи с этим именно стоимость компании должна являться основополагающим критерием успешности реализации той или иной стратегии. В случае роста стоимости компании возможно говорить о правильности выбранной стратегии и успехе ее фактического внедрения.

Установление прямой связи между стратегией и стоимостью компании заключается в том, что появляется возможность направить процесс разработки стратегии в единое русло с другими усилиями, нацеленными на извлечение максимальной стоимости. Если процесс исполнения стратегии не сфокусирован на создании стоимости, то процесс создания стоимости будет менее плодотворным, поскольку его цели будут существенно расходиться с избранной стратегией.

Данный вывод особенно важен для нашего исследования, так как мы рассматриваем процесс формирования и реализации стратегии и увеличения стоимости компании как единый и взаимосвязанный процесс. При этом финансовые цели разработки и реализации стратегии должны совпадать с целями управления стоимостью компании.

Обобщив и проанализировав зарубежный опыт, в исследовании были сформулированы ключевые принципы, на которых базируется концепция управления стоимостью, а именно:

- наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании, — поток денежных средств, генерируемых компанией. Концепция чистого дисконтированного дохода (ЧДД) и временной стоимости денег (ВСД) должна быть основой для принятия управленческих решений в процессе реализации стратегии, направленной на рост стоимости компании;
- новые капитальные вложения компании должны осуществляться только при условии, что они создадут новую стоимость. При этом создают стоимость новые инвестиции только тогда, когда рентабельность вложений выше затрат на привлечение капитала;
- в изменяющихся условиях окружающей экономической среды состав и структура активов компании (ее инвестиционный портфель) должны меняться с целью обеспечения максимального роста стоимости компании.

**4. Разработана методика анализа стратегических инициатив в рамках исполнения стратегии развития, направленной на увеличение стоимости компании. Классифицированы факторы создания стоимости и их связь со стратегией развития компании. Предложены рекомендации по повышению стоимости бизнеса, дана оценка их эффективности и практической применимости в современных рыночных условиях.**

Предлагаемая в диссертации методика анализа формирования стоимости компании на основе стратегических инициатив является инструментом, направленным на увеличение стоимости компании в рамках исполнения стратегии развития.

Методика предлагает последовательное выполнение следующих процедур:

1. построение дерева стоимости (определение факторов стоимости);
2. определение стоимости компании (построение финансовой модели методом дисконтирования денежных потоков);
3. определение ключевых факторов стоимости (отслеживающие параметры);
4. определение дополнительных мер, направленных на повышение стоимости (стратегические инициативы).

В рамках этапа построения дерева стоимости первой задачей является определение факторов стоимости. Отметим, что фактором создания стоимости компании является определенная переменная, влияющая на количественные и качественные параметры компании, от которых зависит ее стоимость.

В диссертации определено, что факторы стоимости многообразны и существуют различные подходы к их классификации, в основу которых могут быть положены следующие классификационные признаки: отношение к компании (внутренние и внешние), характер оценки (количественные и качественные), момент анализа (запаздывающие и опережающие), характер включения в финансовую отчетность (финансовые и нефинансовые), персонализации (общие и уникальные).

Следует отметить, что процесс анализа факторов стоимости проводится на нескольких уровнях. В диссертационном исследовании показаны примеры декомпозиции показателей стоимости, начиная от общего уровня и заканчивая самым низким уровнем, где требуется предельная детализация, чтобы увязать факторы с конкретными решениями, находящимися в компетенции оперативных менеджеров. Кроме того, при определении факторов стоимости следует построить деревья стоимости по

крайней мере несколькими разными способами, что способствует доскональности анализа.

Вторым этапом в рамках предложенной методики по управлению стоимостью является определение стоимости компании. Для определения стоимости компании необходимо построение финансовой модели компании с использованием метода дисконтирования денежных потоков (ДДП). Построение финансовой модели позволяет решить следующие задачи: (I) определение стоимости компании (без учета дополнительных мер и действий, которые могут быть предприняты руководством компании) и (II) определение чувствительности стоимости компании к изменению каждого фактора стоимости.

При этом при определении будущих денежных потоков, в рамках построения финансовой модели методом ДДП, необходимо учитывать такие факторы, как: прогнозные темпы роста и длительность периода получения прибыли; риск получения прогнозируемых доходов; изменение стоимости денег во времени. При оценке ожидаемых денежных потоков должны учитываться структура капитала компании и положение на рынке за весь период существования, ожидаемые перспективы, отраслевые и общеэкономические факторы.

После построения финансовой модели и определения стоимости компании, проводится анализ факторов, влияющих на стоимость компании, с применением таких методов как: сценарный анализ, анализ чувствительности, метод Монте-Карло и прочие. Для этого все факторы перебираются по очереди и исследуется эффект их малейшего изменения. Затем производится ранжирование факторов по степени их влияния на стоимость компании. В завершение этой стадии составляется перечень ключевых факторов создания стоимости с указанием потенциала каждого из них.

Как показано в исследовании, выявление ключевых факторов стоимости сложный процесс, который имеет свои особенности:

- ключевые факторы стоимости не являются статичными, и их необходимо время от времени пересматривать;
- выявление факторов стоимости требует индивидуального подхода к каждому производственному процессу;
- факторы стоимости нельзя рассматривать отдельно друг от друга.

Финальным этапом в предложенной методике является этап по определению стратегических мер и инициатив, направленных на увеличение стоимости компании.

Под мерами и инициативами понимаются конкретные действия, принимаемые компанией, которые влияют на ключевые факторы создания стоимости, что в конечном итоге (в случае успешной реализации разработанных мер), приводит к росту стоимости компании. Кроме того, следует отметить, что каждая бизнес-единица или операционное подразделение компании должны разрабатывать свои собственные стратегические меры и инициативы, направленные на повышение стоимости компании с учетом установленных ключевых показателей эффективности (рис. 2).

С целью обеспечения универсальности методики с позиции ее применения российскими компаниями в исследовании был разработан ряд мер и инициатив, направленных на повышение стоимости компаний, которые могут быть учтены компаниями в процессе разработки и реализации стратегии, ориентированной на стоимость.



Рис. 2 — Пример стратегических мер и инициатив департамента управления персоналом

Ориентация управления на повышение стоимости компании как стратегической цели ее деятельности и развития предполагает необходимость анализа влияния различных факторов на динамику этого процесса, то есть разработки критерия и системы показателей для количественной оценки и сравнения результатов реализации стратегии.

В качестве критериев оценки в исследовании было предложено использование системы ключевых показателей эффективности (КПЭ) для отслеживания и диагностики результатов деятельности компании и последующего принятия на их основе управленческих решений. КПЭ в численном выражении показывают, насколько результативна компания в самых важных для ее бизнеса направлениях.

Система показателей эффективности компании должна представлять собой набор взаимоувязанных индикаторов, начиная с самых общих параметров ее деятельности на уровне высшего руководства и заканчивая очень конкретными операционными параметрами и решениями на уровне линейных подразделений (рис. 3). При этом важно, чтобы система КПЭ на разных уровнях была взаимоувязана, то есть каждый следующий слой показателей должен раскрывать и детализировать предыдущий на уровне конкретных факторов, подконтрольных тем или иным руководителям.

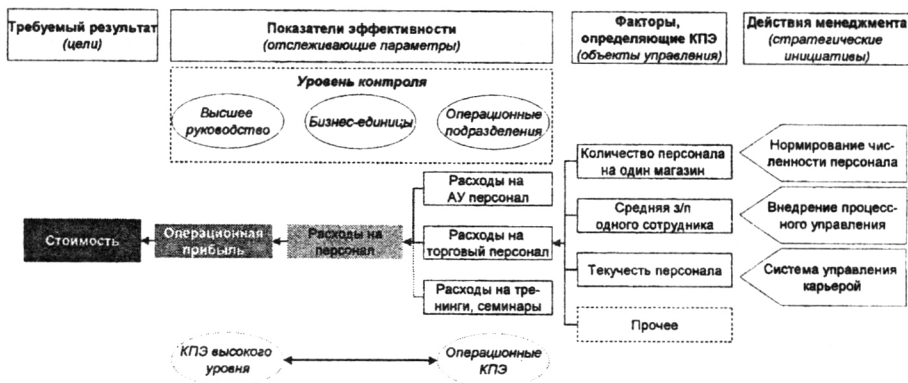


Рис. 3 — Набор взаимоувязанных показателей эффективности на примере розничной компании

КПЭ должны отслеживать параметры, определяющие изменения стоимости компании. При этом показатели могут быть как финансовые, так и нефинансовые, характеризующие важные операционные параметры работы деятельности компании. Для установления целевых значений КПЭ необходимо выбрать основу для сравнения. Как правило, их устанавливают на базе прежних результатов или исходя из общей степени эластичности, не имеющей общей связи с конкретной компанией.

В качестве инструмента для практического внедрения системы управления с использованием КПЭ в исследовании была разработана оценочная ведомость, кото-

рая была составлена с учетом следующих условий:

- в оценочную ведомость должны включаться не только финансовые и бухгалтерские показатели, но и операционные показатели, отражающие эффективность деятельности компании;
- у каждого бизнес-подразделения должна быть своя оценочная ведомость, содержащая свои уникальные ключевые факторы создания стоимости;
- руководству компании следует определить ответственных менеджеров за сбор данных для оценочной ведомости, что позволит обеспечить своевременность, полноту и точность информации, предназначенной для проведения каждого мероприятия по увеличению стоимости.

В оценочную ведомость входят все стоимостные измерители и ключевые показатели эффективности, выявленные посредством анализа факторов создания стоимости. Оценочная ведомость должна также содержать стоимостные измерители, основанные на экономических критериях, и КПЭ, отражающие достигнутый уровень эффективности. Наконец, опережающие показатели позволяют судить о перспективах и нередко помогают справиться с негативными тенденциями. Пример оценочной ведомости, разработанной для компаний розничного сектора, представлен на рисунке 4.

В результате исследования выявлено, что одной из основных причин неудачи реализации стратегии является отсутствие четкой системы управления процессом реализации стратегии. Прежде всего это касается механизма взаимодействия участников процесса реализации стратегии, начиная от высшего руководства и заканчивая оперативными работниками.

Для успешной реализации предложенной методики в компаниях должна быть создана рабочая группа, которая займется вопросами организации процесса внутренних улучшений, разработкой и реализацией набора действий, направленных на повышение стоимости. Руководству компании потребуется объединить руководителей подразделений и их персонал на основе общего понимания важнейших приоритетов компании.



ПОКАЗАТЕЛИ	Факт (Ф)	Прошл. рез. (Пр)	% (Ф / Пр)	План (П)	Δ (Ф-П)	% (Ф / П)
<b>I. Натуральные показатели</b>						
Количество магазинов (кп)						
Торговая площадь (кп)						
<b>II. Показатели прибылей и убытков</b>						
<b>Выручка</b>						
Валовая прибыль						
Валовая маржа, %						
Операционные расходы						
% к выручке						
EBITDA						
% к выручке						
Справочно: EBITDA (мсфо)						
% к выручке						
EBIT						
% к выручке						
Чистая прибыль						
% к выручке						
<b>III. Показатели баланса</b>						
Долг на конец периода						
Чистый долг / EBITDA						
Товарный запас						
Оборачиваемость ТЗ (дни)						
Кредиторская задолженность по товару						
Оборачиваемость КЗ (дни)						
<b>IV. Показатели движения денежных средств</b>						
поступления от операционной деятельности						
выбытия от операционной деятельности						
<b>CF от операционной деятельности:</b>						
поступления от инвест. деятельности						
выбытия от инвестиционной деятельности						
<b>CF от инвестиционной деятельности:</b>						
привлечение (погашение) долга, нетто						
уплата процентов, др. фин. расходов						
<b>CF от финансовой деятельности:</b>						
<b>V. Опережающие показатели</b>						
Доля рынка, %						

Рис. 4 — Пример оценочной ведомости компании розничного сектора

Рекомендуемый в диссертации порядок взаимодействия подразделений для успешного внедрения предложенной методики включает в себя следующие этапы:

1. анализ и разработка сотрудниками рабочей группы мер и инициатив, направленных на увеличение стоимости компании;
2. согласование параметров разработанных мер и инициатив с подразделениями компании, позволяющее уточнить значение прогнозируемых показателей, которые должны быть достигнуты благодаря предлагаемым мерам;
3. разработка уточненного варианта мер и инициатив;
4. утверждение высшим руководством уточненного варианта мер и инициатив, направленных на увеличение стоимости компании;
5. анализ и контроль со стороны рабочей группы за внедрением разработанных мер с использованием оценочной ведомости.

Рекомендуемый порядок взаимодействия рабочей группы с подразделениями компании в процессе реализации стратегических инициатив имеет практическое значение. На его основе, с учетом масштабов компании и организационной структуры, могут быть изданы соответствующие приказы и регламенты по организации процесса внутренних улучшений. В приказах и регламентах должны быть установлены сроки исполнения подразделениями компании конкретных действий, направленных на увеличение стоимости компании. Это позволит проводить работу четко, в короткие сроки, избежать дублирования работ, повысить ответственность за принимаемые решения. Кроме того, в компании должны быть утверждены регламенты контроля и стимулирования подразделений к успешной реализации разработанных мер, что повысит систему мотивации сотрудников в процессе реализации стратегических инициатив.

Предложенная методика анализа формирования стоимости на основе стратегических инициатив апробирована на примере компании ОАО «Магнит». Для этого была построена финансово-экономическая модель, идентифицированы ключевые факторы стоимости в рамках построения дерева стоимости, проведен анализ влияния каждого фактора на стоимость, а также предложены рекомендации и инициативы, направленные на увеличение стоимости компании ОАО «Магнит».

Результаты апробации предложенной методики свидетельствуют об ее эффективности. В случае, если руководству компании ОАО «Магнит» удастся реализовать предложенные стратегические инициативы в рамках реализации стратегии развития, то стоимость компании «Магнит» может увеличиться более чем в три раза (рис. 5).



Рис. 5 — Потенциальная стоимость компании ОАО «Магнит»

Кроме того, внедрение разработанной методики и организационно-экономического механизма позволяет повысить качество корпоративного управления и системы принятия решений и оценки рисков с позиции максимизации стоимости компании и, как следствие, повышает качество реализации стратегии компании, ориентированной на стоимость.

**5. Произведен критический анализ зарубежного и российского опыта реализации стратегий компаний в контексте влияния стратегии компании на ее стоимость. Сформулированы основные причины и факторы неудач реализации стратегий, в том числе на примере сделок по слиянию и поглощению. Определены принципы успешных сделок с использованием международного опыта.**

В результате анализа зарубежного и отечественного опыта установлено, что процесс реализации выбранной стратегии компании на практике гораздо более важен и сложен, чем непосредственно процесс ее формирования. Реализация стратегии компании — это наименее структурированный процесс стратегического управления.

Исследование эффективности реализации стратегий развития компаний, проведенного специалистами международной консалтинговой компании Bain<sup>1</sup>, показало, что только 13% компаний<sup>2</sup> смогли добиться устойчивого и прибыльного роста в течение десятилетия. Под устойчивым ростом понималось достижение 5,5% реального (с учетом инфляции) роста доходов и прибылей и возврат вложенного капитала в течение десяти лет. При этом анализ стратегических планов компаний по этим же показателям выявил, что более 90% компаний рассчитывали на получение гораздо более высоких доходов.

Анализ деятельности предприятий, успешно реализовавших свои стратегии, показывает, что они в своей деятельности следовали следующим принципам:

- цели стратегии и планы по их осуществлению были вовремя доведены до работников всех уровней, с тем чтобы добиться с их стороны не только понимания того, что делает предприятие, но и неформального вовлечения в процесс выполнения стратегии, в частности, выработки у сотрудников обязательств перед предприятием по условиям реализации стратегии.

<sup>1</sup> Крис Зук, Джеймс Аллен. Стратегии роста компании в эпоху нестабильности.: Пер.с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. — С. 29-31

<sup>2</sup> Выборка включала данные о компаниях из семи стран (США, Австралия, Великобритания, Франция, Германия, Италия и Япония) с доходом свыше 500 млн. долларов США за период 1988-1998 гг.

- руководство не только своевременно обеспечивало поступление всех необходимых для реализации стратегий ресурсов, но и создало план реализации стратегии в виде целевых установок для каждого функционального подразделения и фиксировало достижение каждой поставленной цели.

В рамках диссертационного исследования были проанализированы результаты внедрения стратегии отечественными компаниями с позиции влияния стратегии на стоимость компании. Так, во главу угла при реализации стратегий Альфа-Банка и ОАО «ГМК «Норильский Никель» были поставлены задачи роста стоимости компаний как основного критерия эффективности разрабатываемых и предлагаемых к реализации стратегий.

Руководством компаний были четко сформулированы основные направления, за счет которых планировалось увеличивать стоимость, а также разработан комплекс стратегических программ, реализуемых в рамках предлагаемой стратегии, что в конечном итоге способствовало успешной реализации стратегии.

Как результат, руководству Альфа-Банка и ОАО «ГМК «Норильский Никель» удалось успешно и эффективно реализовать разработанные стратегии развития, направленные на повышение стоимости компаний благодаря четкой формулировке целей и задач стратегии, а также созданию высокоэффективной организационной базы для реализации стратегии.

Изучение динамики основных показателей сделок по слиянию и поглощению с участием российских компаний свидетельствует, что российская экономика переживает настоящий бум таких сделок. Даже несмотря на то, что в связи с финансовым кризисом, начавшемся в России в 2008 году, емкость рынка слияний и поглощений России в 2008 году упала на 36,5% — до 77,55 млрд долларов по сравнению с рекордным показателем 2007 года, достигшего 122,16 млрд долларов США<sup>3</sup>, среднесредние темпы роста рынка за период с 2004-2008 годов составили 36% в денежном выражении. Приведенная динамика сделок свидетельствует о популярности данного инструмента как одного из видов стратегии роста.

Вместе с тем даже искушенные международные компании на практике часто терпят неудачи при проведении сделок по слиянию и поглощению. Обобщение зарубежных оценок эффективности реализации сделок по слиянию и поглощению в США и Великобритании показало, что 61% сделок обеспечил меньший доход на ин-

<sup>3</sup> Электронный ресурс: <http://www.ma-journal.ru/statma/>

вестированный капитал по сравнению со стоимостью его привлечения и лишь 23% сделок завершились успехом<sup>4</sup>, что, в свою очередь, демонстрирует значимость данной проблемы. В рамках исследования проведен анализ основных причин и неудач в процессе реализации сделок по слиянию и поглощению как одного из видов стратегии роста.

Установлено, что существуют две основные причины неудач сделок по слиянию и поглощению.

Первая причина заключается в слишком высокой цене сделок. Исследуя международный опыт сделок можно отметить, что акционеры приобретаемой компании в среднем получают 30% ценовой премии при враждебных поглощениях, а при успешном слиянии — 20%<sup>5</sup> в момент объявления о сделке. Объясняя слишком высокую цену приобретения можно выделить следующие причины: при формировании цены сделок были необъективно определены факторы создания стоимости; не учтены факторы риска при реализации данной стратегии; чрезмерно оптимистичная оценка рыночного потенциала сделок; переоценка синергетического эффекта; небрежная проверка экономической и юридической чистоты сделки.

Второй причиной неудач является низкое качество управления интеграцией. Установлено, что почти в 70% случаев потенциально выигрышные сделки гибнут на интеграционном этапе поглощения<sup>6</sup>. Выявлено, что низкое качество интеграционного процесса проявлялось в отсутствии сбалансированности экономических интересов сторон сделки, оторванности индивидуальных целей сотрудников компании и их мотивации от общих задач сделок, системы оценки результатов реализации стратегии и контроль были нацелены на достижение краткосрочного, но не долгосрочного эффекта.

Для того чтобы сделки по слиянию и поглощению создавали, а не разрушали стоимость для российских компаний, активно применяющих данный инструмент в процессе реализации стратегии роста, необходимо учитывать принципы успешных сделок, а также оценить возможные риски в процессе реализации данной стратегии.

В диссертации обосновано, что использование в практике сделок слияний и поглощений рекомендуемой в исследовании методики анализа влияния стратегии на

---

<sup>4</sup> Матиас Бекье // Путеводитель по слиянию. Вестник McKinsey, 2003, №2

<sup>5</sup> Jensen M.C. and Ruback R.S. // The market for corporate control. Journal of Financial Economics, 1983

<sup>6</sup> Роберт Пэлтер, Дев Шринивасан. Уроки поглотителей // Вестник McKinsey, 2006, №14

стоимость компании позволит более объективно подходить к формированию стоимости сделки.

В результате анализа зарубежного опыта на проблему управления интеграционным процессом установлено, что не существует универсального способа управления интеграцией. Это связано в первую очередь с уникальностью каждой сделки и спецификой объединяющихся компаний. Тем не менее рекомендуемый в диссертации организационный механизм взаимодействия участников реализации избранной стратегии может быть использован в интеграционном процессе объединяющихся компаний. В общем виде организационный механизм по управлению интеграцией в рамках реализации сделок по слиянию и поглощению выглядит следующим образом:

1. определение новой бизнес-модели. Для этого необходимо: задать единое стратегическое направление; разработать новую оперативную модель; установить четкие целевые нормативы, порядок подотчетности и стимулы к труду;
2. устранение неопределенностей и конфликтов. Для этого необходимо: определить состав высшего руководства; выделить лучших исполнителей; наладить контакты с работниками, чтобы завоевать их расположение;
3. преодоление внешнего давления. Для этого необходимо: обосновать сделку перед ключевыми клиентами; поддержать общение с внешними заинтересованными группами; уладить все дела с регулирующими органами.

**Основные положения диссертации и результаты исследования отражены в следующих работах:**

1. Халдин А.А. Роль стратегии в процессе создания стоимости компании // Экономические науки\*, М., — 2008. — № 8(45) — 0,5 п.л.
2. Халдин А.А. Тонкая грань между успехом и провалом сделок по слиянию и поглощению // Вестник Университета (Государственного университета управления): Развитие отраслевого и регионального управления\*, М., — 2008. — № 9 (19) — 0,4 п.л.
3. Халдин А.А. Управление процессом создания стоимости на примере компаний розничного сектора // Экономические и гуманитарные науки (Известия ОрелГТУ)\*, Ор., — 2009. — № 6 — 0,5 п.л.

---

\* Журнал, входящий в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК



10~